

RETOUR DU RENDEMENT DU BUND À 10 ANS EN TERRITOIRE POSITIF: LES RAISONS POSSIBLES

Pour la première fois depuis mai 2019, le rendement du Bund à 10 ans est récemment revenu en territoire positif. Trois facteurs expliquent cette évolution. Premièrement, l'habituel effet d'entraînement mondial des évolutions sur le marché américain des emprunts d'État où, à la suite du durcissement de ton de la Réserve fédérale, les rendements étaient sur une tendance haussière depuis début décembre 2021. Deuxièmement, les marchés intègrent l'arrêt du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) et la réduction (tapering) des achats d'actifs nets par la Banque centrale européenne. S'ajoute, enfin, la perspective d'un relèvement des taux directeurs par la BCE. Les marchés obligataires américain et allemand sont fortement corrélés depuis 2021. Ce facteur est important compte tenu du démarrage imminent d'un cycle de hausse des taux aux États-Unis et de son influence potentielle sur les rendements des *Treasuries* et, par conséquent, sur ceux de la zone euro.

Le mouvement était attendu depuis longtemps : le 19 janvier, enfin, le rendement du Bund à 10 ans était de retour en territoire positif pour la première fois depuis le 7 mai 2019. Dans un pays où les prix à la consommation ont grimpé de 3,1 % en 2021, en moyenne annuelle, par rapport à 2020¹, les investisseurs obligataires n'en demeureront pas moins très frustrés, mais légèrement moins qu'auparavant.

Au cours des dernières années, les rendements obligataires nominaux ont été faibles dans les économies avancées, où le taux d'intérêt neutre ou naturel² s'est inscrit sur une baisse tendancielle. Même s'il s'agit d'un taux à court terme, il n'en a pas moins entraîné dans son sillage les taux à long terme. Des années d'inflation faible ont pesé sur les anticipations d'inflation basées sur le marché. Avec une inflation inférieure à l'objectif, les banques centrales ont dû adopter une politique monétaire expansionniste. Dans la zone euro, le taux de dépôt négatif et l'assouplissement quantitatif ont poussé à la baisse la prime de terme³ et, par conséquent, les rendements des obligations d'État.

La remontée récente des rendements s'explique par des facteurs externes, ainsi que par des évolutions liées à la zone euro. Parmi les facteurs externes, le changement de perspective de politique monétaire aux États-Unis a entraîné une augmentation des rendements des *Treasuries*. Le graphique 1 illustre la hausse cumulée des rendements depuis le 3 décembre, où le rendement des *Treasuries* à 10 ans avait atteint un point bas⁴. Il est intéressant de noter que les rendements américains à 2 et 10 ans ont enregistré une augmentation assez similaire.

1 Source : www.destatis.be

2 « Il s'agit du taux d'intérêt réel à court terme conforme à un environnement économique de plein emploi et de stabilité des prix ». Source : *The neutral rate of interest*, Banque de la Réserve fédérale de Dallas, 24 octobre 2018. La baisse de ce taux d'intérêt est un phénomène mondial. Il est associé à des facteurs démographiques (vieillesse de la population), à l'accroissement de la demande d'actifs sûrs et à la baisse de la croissance tendancielle.

3 La prime de terme est la rémunération demandée par les investisseurs au titre du risque de durée encouru pour l'achat d'obligations à maturité longue au lieu du réinvestissement systématique de titres à court terme, avec une maturité totale égale à celle des obligations à maturité longue.

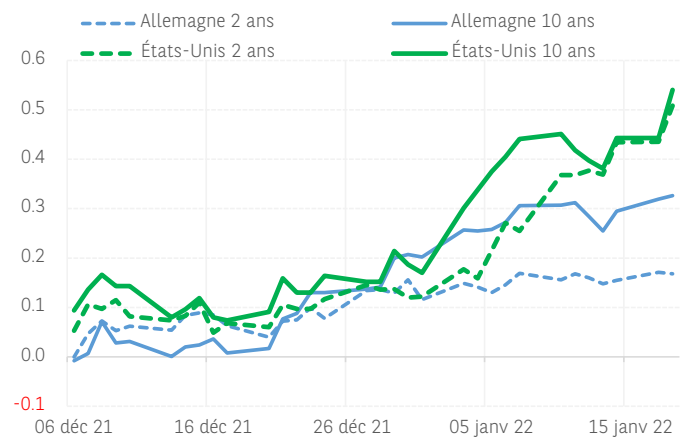
4 La période s'étend du 3 décembre 2021 au 18 janvier 2022.

La hausse du rendement réel des TIPS (titres du Trésor protégés contre l'inflation)⁵ est du même ordre de grandeur que celle du rendement de l'obligation nominale de même échéance – respectivement, 49 et 54 points de base, impliquant que les anticipations d'inflation basées sur le marché sont restées plutôt stables sur cette période.

Les rendements obligataires nominaux ne correspondent pas seulement à la somme du rendement réel et des anticipations d'inflation basées sur le marché. Ils peuvent aussi être décomposés en deux parties : un rendement neutre en termes de risque ou « *risk-neutral yield* » (qui

5 Les TIPS versent des intérêts tous les six mois. Le principal est ajusté pour tenir compte de l'inflation ou de la déflation, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation (source : Trésor des États-Unis).

VARIATION CUMULÉE DU RENDEMENT À L'ÉCHÉANCE DEPUIS LE 3 DÉCEMBRE 2021



GRAPHIQUE 1

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

Les marchés obligataires américain et allemand sont désormais fortement corrélés. Il s'agit d'un facteur important compte tenu du démarrage imminent du cycle de hausse des taux aux États-Unis et de son influence possible sur les rendements des *Treasuries* et, par conséquent, sur ceux de la zone euro.



reflète l'évolution attendue des taux courts, elle-même influencée par les anticipations de politique monétaire) et une prime de terme. Depuis le 3 décembre 2021, cette dernière a augmenté de 33 points de base et le rendement neutre en termes de risque, de 21 points de base⁶. Ainsi, d'après ces deux décompositions, la hausse des rendements reflète des anticipations de resserrement de la politique monétaire – suscitées par les déclarations des responsables de la Réserve fédérale ainsi que par les décisions et minutes du FOMC de décembre – et une augmentation de la prime de terme, avec des anticipations d'inflation plus ou moins stables.

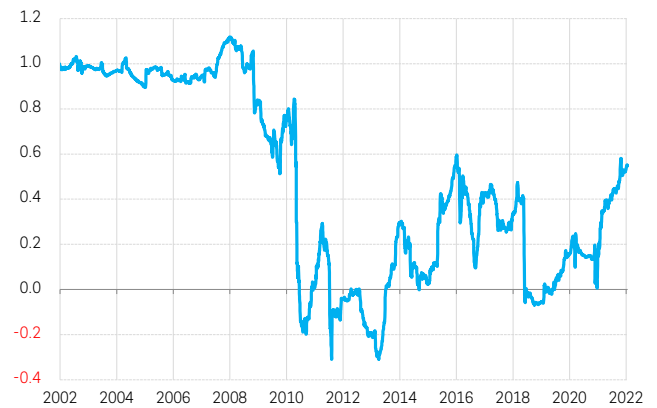
Au cours de la même période, les rendements allemands ont également évolué à la hausse. Le rendement du Bund à 10 ans a augmenté davantage que celui du 2 ans allemand (33 points de base contre 17 points de base), entraînant une pentification de la courbe de taux. Comme aux États-Unis, l'augmentation du rendement des obligations indexées sur l'inflation (30 points de base) a été comparable à celle du rendement des obligations nominales, reflétant des anticipations d'inflation stables.

La tension des taux allemands à 2 ans reflète l'anticipation selon laquelle la BCE finira par resserrer sa politique monétaire. La pentification de la courbe de taux allemande montre que les rendements des taux longs ont également été influencés par d'autres facteurs comme l'annonce de la fin des achats nets au titre du PEPP en mars, qui ne sera suivie que d'une augmentation temporaire du programme traditionnel d'achats d'actifs (APP). Ces deux décisions conjuguées concernant le PEPP et l'APP impliquent une réduction des achats d'actifs, qui pourrait avoir poussé à la hausse les rendements obligataires. Autre raison : l'effet d'entraînement dû à la remontée des rendements des *Treasuries*. Le graphique 2 illustre le coefficient de régression bêta avec la variation hebdomadaire des rendements américains à 10 ans comme variable explicative et la variation hebdomadaire des rendements allemands à 10 ans comme variable dépendante⁷. Le graphique 3 montre un calcul similaire pour les taux à 2 ans. Il convient de noter que le bêta du rendement à 10 ans est plus élevé que celui du rendement à 2 ans. Ce dernier est, en effet, davantage influencé par les perspectives de politique monétaire, à présent très différentes entre la Réserve fédérale et la BCE.

Dans les deux cas, le coefficient bêta a enregistré une forte augmentation depuis l'année dernière, atteignant les précédents plus hauts de l'après-crise financière mondiale. Conclusion : les marchés obligataires américain et allemand sont désormais fortement corrélés. Il s'agit d'un facteur important compte tenu du démarrage imminent du cycle de hausse des taux aux États-Unis et de son influence possible sur les rendements des *Treasuries* et, par conséquent, sur ceux de la zone euro.

William De Vijlder

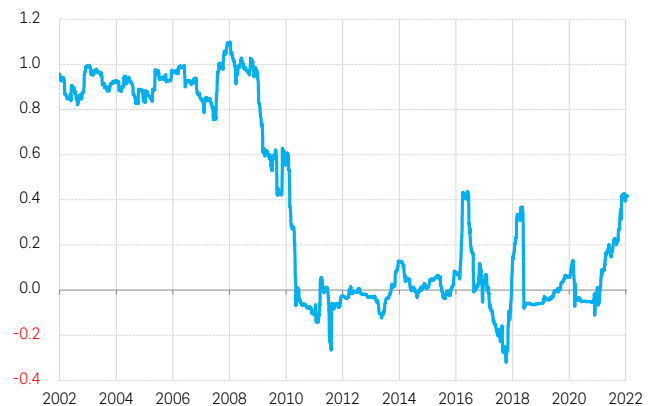
COEFFICIENT BÊTA SUR SIX MOIS GLISSANTS ENTRE LE RENDEMENT DU BUND À 10 ANS ET CELUI DES TREASURIES À 10 ANS



GRAPHIQUE 2

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

COEFFICIENT BÊTA SUR SIX MOIS GLISSANTS ENTRE LE RENDEMENT DU BUND À 2 ANS ET CELUI DES TREASURIES À 2 ANS



GRAPHIQUE 3

SOURCES : REFINITIV, BNP PARIBAS

⁶ Source : *Treasury Term Premia*, Réserve fédérale de New-York (newyorkfed.org)

⁷ Cela ne signifie pas nécessairement que les variations des taux allemands seraient dues à celles des taux américains.